

1980年代におけるドイツの株式市場

山 田 徹 雄

〔はじめに〕

ドイツの株式市場は50年代の株式ブームの後、60年代から70年代にかけて長期に亘る往来相場を経験した。ボックス圏を脱することになる1982年からブラックマンデーを契機として88年に大底を打つまでの期間を対象とし、統計資料に基いた分析を進める。

〔1〕ドイツの株式取引

ドイツにおける株式取引の規模及び内容を〔第1表〕を手懸りに検討する。表で「ドイツ」の項目は「ドイツ証券取引所」を示し、旧「フランクフルト証券取引所」を指す。ここで明らかとなるのは、次の点である。

(1)東京、ニューヨーク、ロンドンと比較すると外国企業の上場数が著しく多く、この傾向は、スイス、ベネルックス三国と共通する特徴となっている。

(2)時価総額、売買代金のいずれにおいてもドイツ市場は債券取引が株式取引を大幅に上まわっており、東京、ニューヨークと好対照を示している。

(3)売買代金の回転率が著しく高く、決済日が最も短いこともドイツ市場の大きな特徴となっている。このことはドイツの株式市場の流動性を高め、外国人投資家の投機資金を呼びやすい反面、世界的な株価暴落時に追証資金調達のためにドイツ株が最初に売りこまれることになる⁽¹⁾。

ところで〔第1表〕の国際比較は、フランクフルトをドイツの代表的証券市場として扱っているが、ドイツの証券市場を株式市場として把握するにはきわめて不十分といえる。〔第2表〕は、ドイツの株式取引がかなり地域分散的であることを示している。売買対照となる銘柄数でみるとデュッセルドルフがフランクフルトを上まわっているばかりでなく、上場銘柄数においても、フランクフルトはデュッセルドルフ、ミュンヘンの後陣を拝している。にもかかわらず、フランクフルト市場がドイツの最も重要な取引所であると考えられている理由は

[第1表] 主要取引所の比較 1994年末

証券取引所	[典拠] 東京証券取引所『東証要覧』1996年, 108ページ										
	東京	ニューヨーク	ロンドン	パリ	ドイツ (旧フランクフルト)	アムステル ダム	ブリュッセル	ルクセン ブルク	スイス	イタリア	マドリッド
株式上場会社数 (内国)	1,689	2,353	2,070	459	417	320	155	55	215	219	372
(外国)	93	217	464	195	344	217	141	217	242	4	4
上場株式銘柄 (内国)	1,691	2,900	2,531	490	515	388	329	60	297	320	402
(外国)	93	250	658	215	360	279	227	255	252	4	4
上場債券銘柄 (内国)	1,280	1,931	3,501	2,843	6,660	746	122	610	1,389	932	716
(外国)	113	210	2,913	324	1,033	161	4	6,847	753	9	111
時価総額(百万ドル) (株式)	3,593,267	4,240,793	1,210,244	422,242	461,703	283,557	84,400	28,511	284,091	180,129	123,134
(債券)	1,797,057	2,330,918	908,255	689,254	1,887,898	232,840	178,693	1,494,349	216,297	682,558	29,094
売買代金(百万ドル) (株式)	855,403	2,454,241	1,014,449	194,965	576,400	85,699	14,501	269	250,352	117,842	54,570
(債券)	159,575	7,197	1,244,194	1,149,753	1,688,230	233,008	78	493	93,862	72,497	33,502
売買代金回転率(%)	25.6	51.8	38.5	45.2	127.9	66.1	13.9	1.1	81.4	72.3	44.0
決 済 日	4日目	6日目	11日目	4日目	3日目	4日目	4日目	4日目	4日目	6日目	6日目

1980年代におけるドイツの株式市場

(1)取引高でみるとドイツの株式のおよそ1/3がフランクフルト市場で商いが行われていること⁽²⁾

(2)〔第1表〕から明らかのように、フランクフルト市場では債券の売買が活発であること

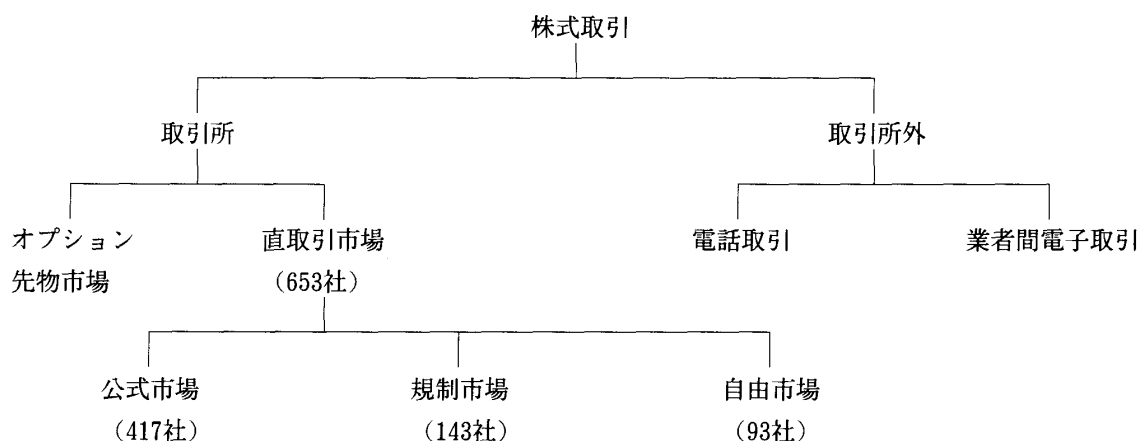
[第2表] ドイツの株式市場 (1994年中旬) [典拠] Wirtschaft und Statistik, Januar, 1995, S.58

上場市場 (Heimatbörse)	値付け 株総数	上場市場に おける値付 け銘柄数	上場市場以外で値付けされている銘柄数							
			デュッセル ドルフ	フランク フルト	ミュンヘン	シュトゥット ガルト	ベルリン	ハムブルク	ハノー ファー	ブレーメン
デュッセルドルフ	423	147	—	82	37	20	64	38	16	19
フランクフルト	317	125	43	—	36	20	46	24	12	11
ミュンヘン	278	142	16	50	—	9	38	12	5	6
シュトゥットガルト	138	64	7	34	11	—	10	6	3	3
ベルリン	125	48	15	22	7	8	—	12	7	6
ハムブルク	103	42	9	16	8	1	16	—	6	5
ハノーファー	92	29	10	12	5	4	14	13	—	5
ブレーメン	48	20	1	6	1	0	4	13	3	—
計	1524	617	101	222	105	62	192	118	52	55

による。しかしながら、株式取引の全体像を把握する場合、フランクフルトだけに焦点を絞るのは不適切であろう。ちなみに、上記8所引所の上場市場における値付け銘柄数を合計すると617件になり、パリ市場の内国株式上場数をはるかに上まわる。

次に株式取引の方法を〔第1図〕を参考に検証する。ドイツの株式取引は、取引所集中主義がとられていない為、統計に現われない業者間取引が相当の規模で行なわれている⁽³⁾。IBIS (Inter-Bank Information System) と呼ばれる業者間電子取引は24時間稼働のネットワークシステムである。直取引市場は、我が国の一部市場に近似した「公式市場」(amtlicher Handel)、二部市場に近い「規制市場」(geregelter Markt) 及び非上場株を扱う「自由市場」(Freier Verkehr) から成っている⁽⁴⁾。

〔第1図〕 ドイツの株式取引



〔拠点〕 Wirtschaft und Statistik, Januar, 1994, S. 43

〔2〕 ドイツの株式相場

ドイツにおける株価指数としてコメルツ指数、FAZ指数、DAX指数を挙げることができる。いずれの指数も、ドイツ全体の株式相場の動向を知るには一長一短がある。コメルツ指数は60銘柄の優良株から構成されている。FAZ指数は、100銘柄から構成されコメルツ指数と比較すれば包括性に優れている。ドイツの代表的な株価指標であるDAXは、採用銘柄が30に限られている⁽⁵⁾。

本稿においては、ドイツの株価について最も包括性に富み（採用銘柄、約300種）また、部門別・種類別指数をも利用しうる「連邦統計局株価指標」を用いて分析を進める。同指標は、「公式市場」のみならず、「規制市場」の銘柄も含み、また、8市場全体を対象としていることは、〔第3表〕〔第4表〕によって示されている。

以下、この指標を用いて1994年に至る相場を概観しよう。

1980年代におけるドイツの株式市場

[第3表] 連邦統計局指標採用銘柄(1)

	全銘柄数	指標採用銘柄数
公式市場	417	270
規制市場	143	42

〔典拠〕 Wirtschaft und Statistik, Januar, 1994, S. 43

[第4表] 連邦統計局指標採用銘柄(2)

上場市場	指標採用銘柄数	上場銘柄総数に占める割合
デュッセルドルフ	76	51.7%
フランクフルト	67	53.6
ミュンヘン	59	41.5
シュトゥットガルト	31	48.4
ベルリン	20	41.7
ハムブルク	28	58.3
ハノーファー	17	58.6
ブレーメン	10	50.0
計	308	49.9

〔典拠〕 Wirtschaft und Statistik, Januar, 1995, S. 58

[第5表] ドイツにおける株式相場指数 (1980年12月30日を
100とする各年度終値)

年度	株式指数	対前年比	年度	株式指数	対前年比
1955	36.9		1983	152.7	+35.9
1960	119.9		1984	164.8	+7.9
1965	80.0		1985	284.7	+72.8
1970	86.2		1986	298.8	+5.0
1975	104.1	+29.3	1987	193.3	-35.3
1976	97.3	-6.5	1988	248.4	+28.5
1977	106.0	+8.9	1989	330.4	+33.0
1978	114.2	+7.7	1990	274.5	-16.9
1979	100.8	-11.7	1991	285.7	+4.1
1980	100.0	-0.8	1992	265.0	-7.2
1981	98.7	-1.3	1993	370.8	+39.9
1982	112.4	+35.9	1994	341.6	-7.9

〔典拠〕 Wirtschaft und Statistik, Januar, 1992, 1993 u. 1994

〔第5表〕において明らかなように、ドイツの株式市場は1960年代、70年代を通じて長期にわたるボックス圏を抜けることはなかった。1982年によろやく、対前年比+35.9%となり、往来相場から抜けでることになるが、ちょうどこの年にCDU政権が誕生し理想買いが始まったとみて良からう。〔第2図〕は3ヶ月の移動平均をとったものであるが、82年以降86年に至るまで急角度の上昇がみられる。この株価上昇を支える経済状態を〔第6表〕で確認しよう。上場株式会社数は、70年代までの減少から一転して、83年以降増加がみられる。上場株式会社の資本金の増加は83年以降のことである。国民総生産、雇用、失業、物価指数の各項目においても83年が転期であることがわかる。このことから、82年の株価上昇は、理想買いの域を出ず、83年以降経済情勢の好転による現実買いが始まったと考えられよう。

〔第7表〕で取引所への新規上場、上場廃止をみると、1983年までは一貫して後者が前者を上回っているのに対して、84年以降はこの傾向がまったく逆転し、市場の活性化がはっきりと看取できる。83年まで続いた上場廃止の理由はいかなるものであろうか。

1973年1月号のWirtschaft und Statistik誌には次のような記述が見られる。

「1972年には既に数年来続いている集中化傾向がもはやそれほどの勢いはないにせよ継続した。1972年には合計31の株式会社が市場から姿を消した。その内訳は

上場廃止 7社
 有限会社への改組 4社
 他企業による併合もしくは合併 18社
 清算、破産 2社

である」⁽⁶⁾

また、この株価上昇期の後半には優先株の上場が増加を示している。（〔第8表〕参照）とくに同族所有（Familienbesitz）下にある親株を公開しないまま議決権を持たない優先株が公開されるケースが目立つ。例えば1984-85年にBOSS, Deutsche-Beteiligung-AG, Henkel, Nixdorf, Porscheなどの優先株が上場された⁽⁷⁾。

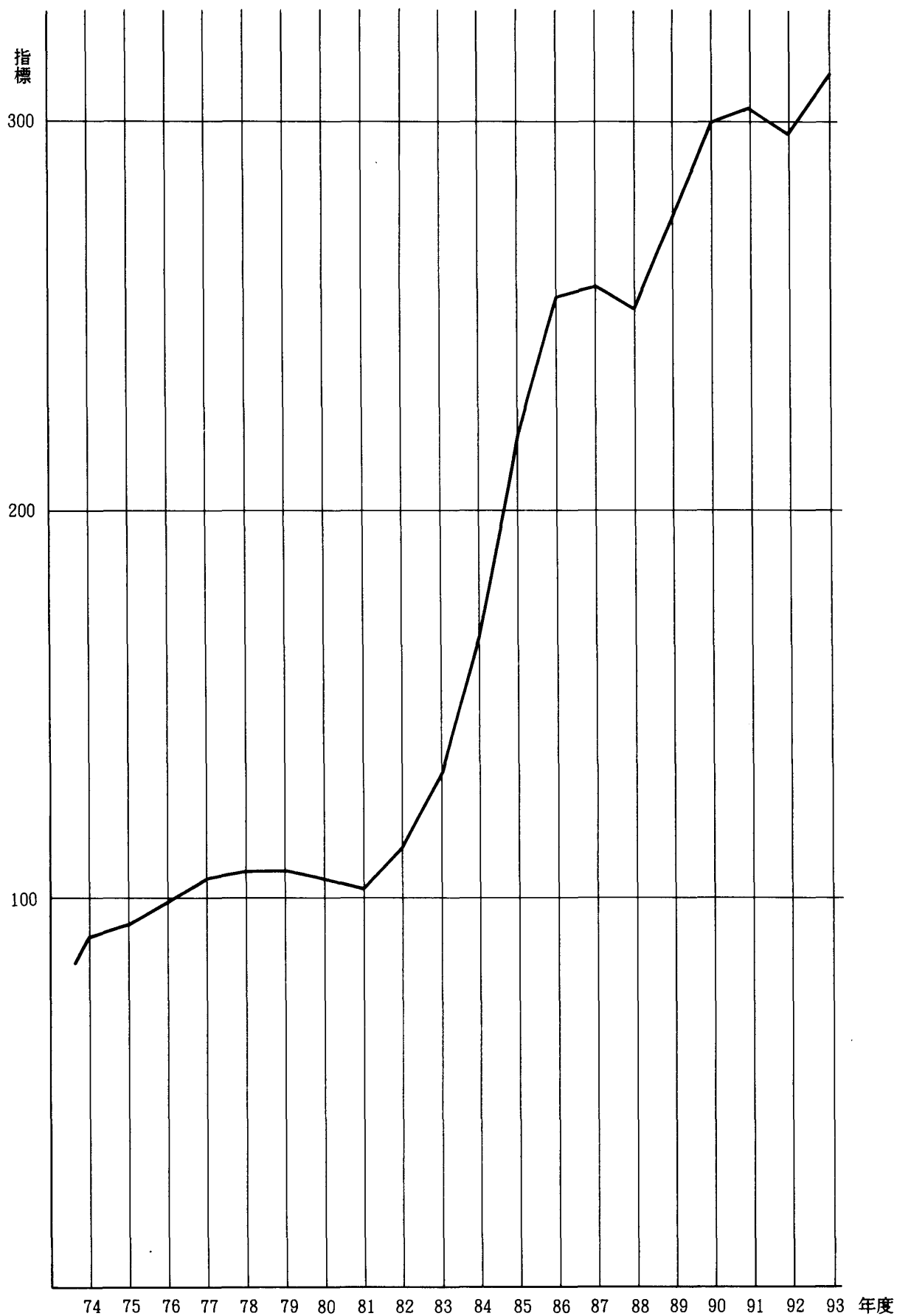
次に、82年から86年に至る過程を〔第9表〕及びこれに基づく〔第10表〕を手懸りに見て行く。この期間の株価上昇は86年1月に至るまで18ヶ月続き、これに次ぐ上昇期間である88年2月から89年1月の12ヶ月をはるかに越え最長となっている。しかもサイコロでみると過熱状態といえる10以上を14ヶ月も続けており、買い気配の強さがうかがえる。〔第9表〕から、3ヶ月移動平均、6ヶ月移動平均を産出したものが〔第3図〕及び〔第4図〕である。この2つの図を見ることによって、84年に至る比較的緩慢な上昇カーブとそれ以降の急上昇カーブを分けて考えることができる。

前半の上昇過程をWirtschaft und Statistik誌は次のように指摘している。

「（1983年について）1982年後半以降低下傾向を示している金利が相場の展開に影響したもの

1980年代におけるドイツの株式市場

[第2図] 株式指標
(3ヶ年移動平均)



[第6表] ドイツ経済と株価 (年平均変化率 %)

	上場株式会社		株価指数	国民総生産	雇用	失業	物価指数
	会社数	資本金					
1950-60	-0.7	+6.6	+27.4	+7.9	+2.3	-17.6	+1.9
1960-70	-1.3	+6.1	-1.4	+4.5	+0.2	-5.8	+2.6
1970-80	-1.8	+4.4	+0.6	+2.7	-0.1	+19.6	+4.9
1980-89	+0.6	+4.1	+11.8	+2.0	+0.1	+9.7	+2.5
1980-82	-1.0	+3.5	+0.4	-0.5	-1.2	+43.6	+5.8
1983-89	+1.6	+4.7	+12.8	+2.8	+0.7	-1.7	+1.4
1988-89	+4.5	+5.9	+27.8	+4.0	+1.3	-9.1	+2.9

[典拠] Wirtschaft und Statistik, Januar, 1990

1980年代におけるドイツの株式市場

[第7表] ドイツの取引所における新規上場・上場廃止

	新規上場	上場廃止	増減		新規上場	上場廃止	増減
1972	3	31	-28	1984	13	6	+7
1973	4	13	-9	1985	8	6	+2
1974	0	17	-17	1986	22	6	+16
1975	1	9	-8	1987	11	4	+7
1976	5	7	-2	1988	11	4	+7
1977	4	8	-4	1989	23	2	+21
1978	5	11	-6	1990	24	9	+15
1979	2	3	-1	1991	19	1	+18
1980	5	4	-1	1992	9	7	+2
1981	1	4	-3	1993	11	10	+1
1982	2	8	-6	1994	9	8	+1
1983	6	14	-8				

[典拠] Wirtschaft und Statistik, Januar, 1973-1995

[第8表] 上場されている優先株

	A 企業数	B 左項のうち 優先株のみ上場	$B \div A$ $\times 100$ (%)
1980	29	5	17.2
1981	30	6	20.0
1982	31	6	19.4
1983	33	8	24.2
1984	43	15	34.8
1985	48	21	43.7
1986	60	25	41.7
1987	74	33	44.6
1988	77	38	49.4
1989	90	43	47.8
1990	103	44	42.7
1991	111	44	39.6
1992	110	41	37.2
1993	107	38	35.5

[典拠] Wirtschaft und Statistik, Januar, 1989 u. 1994

[第9表] 月中平均株価指標

[典拠] Wirtschaft und Statistik, Januar 1984 - 95

年 月	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1982							99.6	98.4	101.0	104.5	105.2	110.6
1983	111.2	114.9	125.9	136.5	137.1	136.8	142.3	139.0	137.0	144.0	148.0	150.2
1984	155.4	154.7	151.3	151.2	151.7	149.7	143.7	146.9	154.1	160.0	161.4	162.8
1985	170.8	174.3	180.4	182.9	189.6	204.7	208.3	209.3	223.9	243.0	257.9	265.3
1986	299.9	287.9	299.3	321.7	296.2	288.6	272.2	296.0	299.2	292.0	294.6	300.0
1987	280.3	255.2	253.1	264.5	257.5	261.8	278.3	292.6	285.8	263.0	202.6	195.7
1988	187.5	195.3	208.6	208.3	202.7	213.8	221.9	222.0	230.1	241.0	239.9	243.8
1989	253.3	251.7	250.8	259.5	259.3	273.4	286.0	298.1	307.0	298.5	290.5	313.7
1990	337.9	344.7	350.7	353.5	348.2	347.0	364.5	326.1	293.1	282.9	280.4	286.5
1991	267.8	288.0	296.7	303.4	308.0	315.3	302.5	299.6	300.1	290.5	292.6	283.2
1992	295.5	305.7	310.3	309.6	311.1	309.6	294.5	269.5	265.1	256.5	262.5	261.1
1993	268.4	283.6	293.4	289.7	283.3	288.6	303.6	320.8	322.2	338.9	346.9	361.7
1994	363.4	357.7	357.3	367.6	368.5	346.7	346.8	356.0	349.6	335.1	337.8	336.5

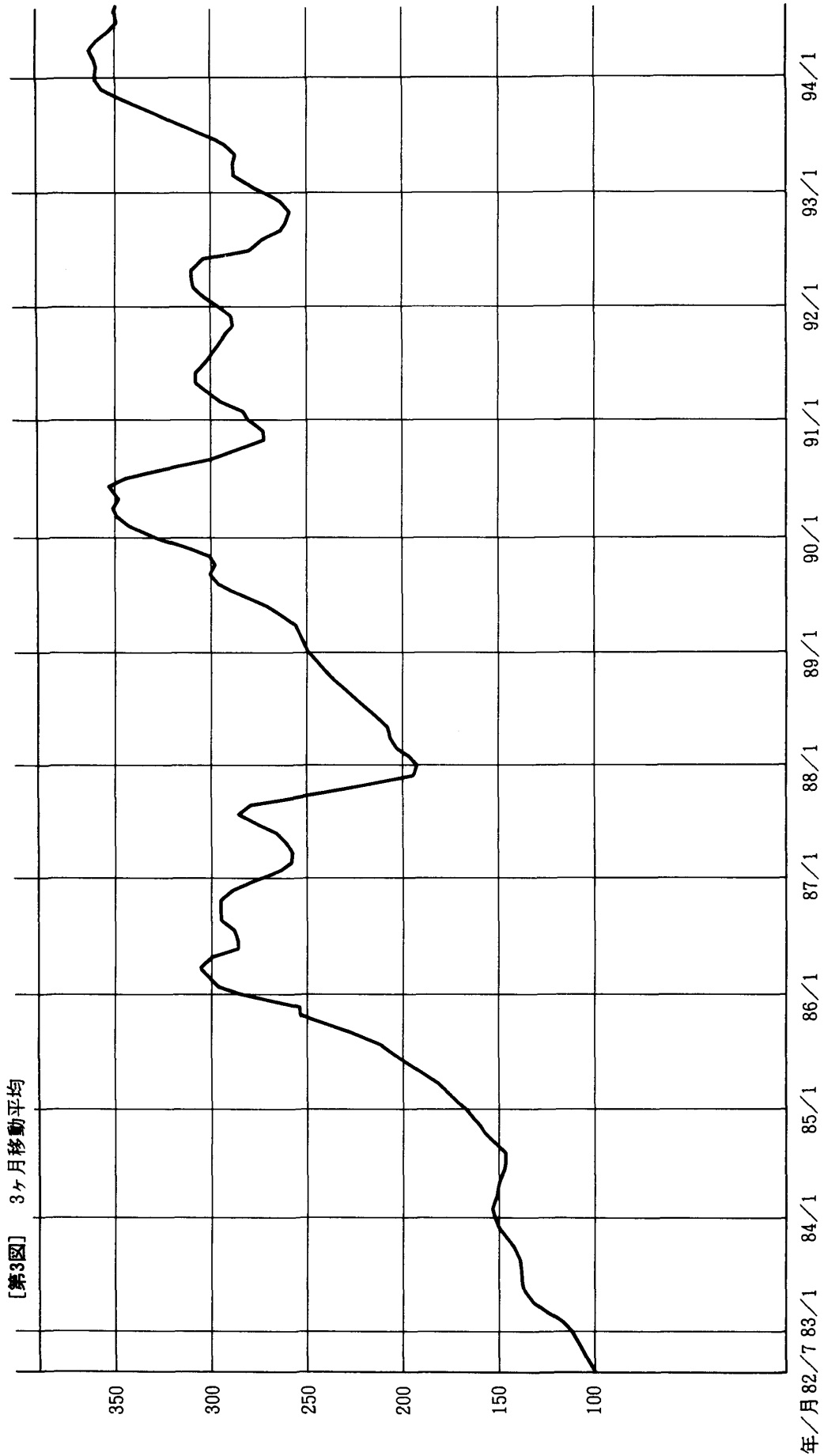
(1980年12月30日を100とする)

1980年代におけるドイツの株式市場

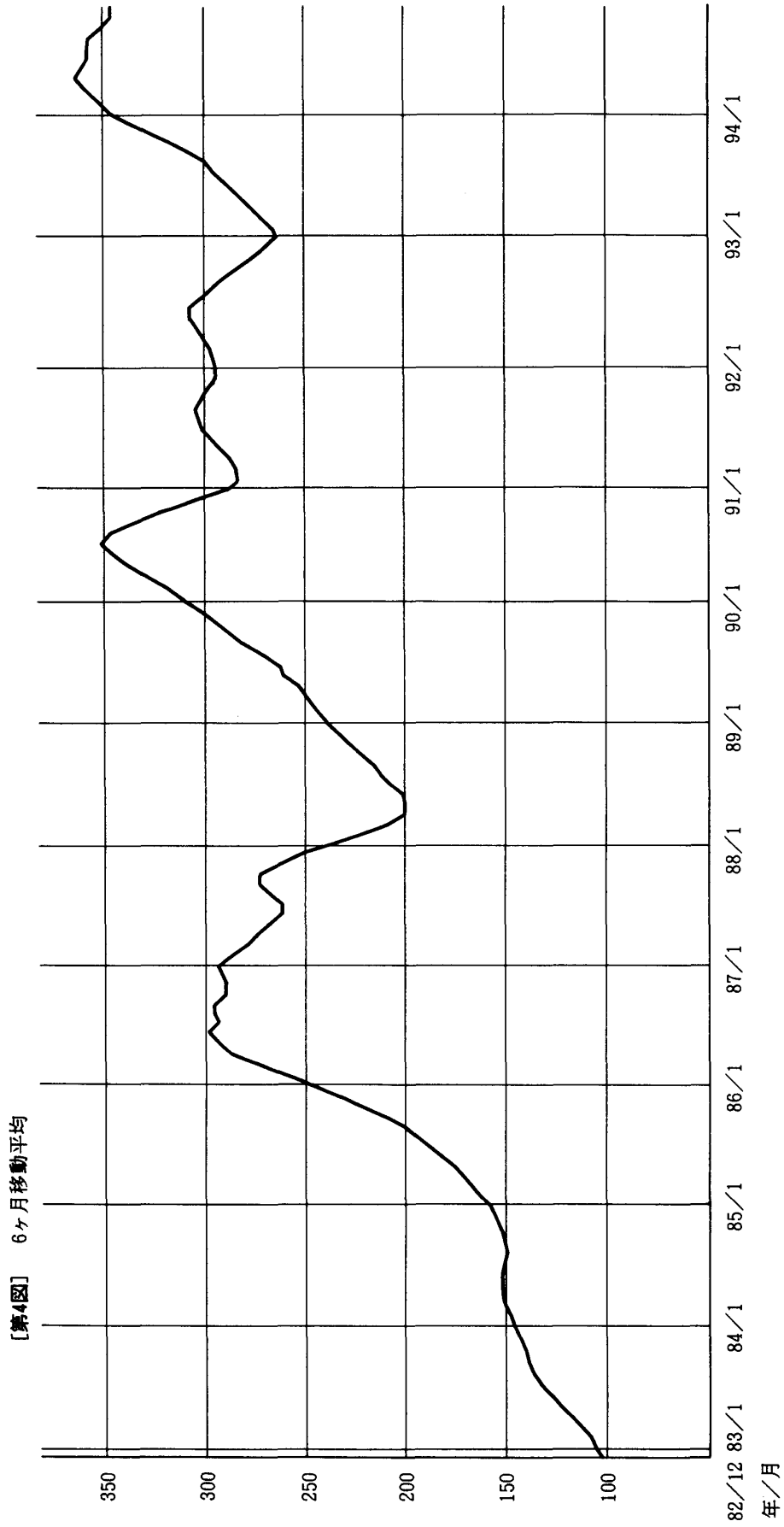
[第10表] 月中平均株価によるサイコロ

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1982								×	○	○	○	○
1983	○	○	○	○	○	×	○	×	×	○	○	○
1984	○	×	×	×	○	×	×	○	○	○	○	○
1985	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
1986	○	×	○	○	×	×	×	○	○	×	○	○
1987	×	×	×	○	×	○	○	○	×	×	×	×
1988	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
1989	○	×	×	○	×	○	○	○	○	×	×	○
1990	○	○	○	○	×	×	○	×	×	×	×	○
1991	×	○	○	○	○	○	×	×	○	×	○	×
1992	×	○	○	×	○	×	×	×	×	×	○	×
1993	○	○	○	×	×	○	○	○	○	○	○	○
1994	○	×	×	○	○	×	○	○	×	×	○	○
	10	9	8	9	10	9	9	9	8	7	7	7

上段は前月比プラスは○、マイナスは×
下段 サイコロ (直近12ヶ月の上昇月数)



1980年代におけるドイツの株式市場



と考えられる。1982年7月に9.5%、1982年末に8.0%となっていた固定金利型有価証券の平均利廻りは、1983年4月には更に7.4%まで低下した。ドイツ連邦銀行はこういった利子低下過程を、1982年には誘導金利を更に低下させることによって、また1983年3月18日には公歩歩合とロンバート金利をそれぞれ5%と4%に引き下げることによって支えてきた。」⁽⁸⁾

即ち、この段階での相場上昇は、市場金利の低下を誘導金利の低め誘導及び政策金利の引き下げによって支えることによってもたらされたことになり、典型的な金融相場とみることができる。更に同誌は、景気の回復・成長期待、企業収益の回復期待、ニューヨーク市場の好調を83年の株価上昇の要因として指摘し、「1983年3月6日の連邦議会の選挙結果により、企業業績が回復する方向で経済政策が継続することが期待されていた」とする⁽⁹⁾。

以上のことから82-84年の相場は、金利低下による「金融相場」であり、景気回復、企業行政の回復を期待する「理想買い」であったと考えることができる。

〔第11表〕 種別株式指標上昇率

(前年比) %

	1983年	1984年
大商い株 (Meistgehandelte Werte)	40.9	4.4
大型株 (Publikums gesellschaft)	37.8	5.1
中小型株 (Nebenwerte)	27.6	20.8

〔典拠〕 Wirtschaft und Statistik, Januar, 1995, S. 41

1984年は相場の転換点であった。このことは、〔第11表〕により確認できる。1983年に物色された大型株、大商い株の値上がり率が低下し、専ら中小型株に物色の柱が映ることによって相場が一巡したことが想起される。中小型株が全体の株式指標に占めるウェイトが15%であることを考えると、3ヶ月・6ヶ月の移動平均グラフで84年に押し目がみられる理由がわかるであろう。

次に85年から86年に至る急激な株価上昇過程を考察しよう。85年には、外国人投資家によるドイツ株買いが積極化したことをまず指摘しておきたい。急激なドル高を背景に「1985年1月から10月の間に、外国人投資家は95億マルク相当のドイツの有価証券を手に入れた。これは1984年の通年投資額(37億マルク)を上まわるものであった。」⁽¹⁰⁾この年は、1ドル=3.47マルクにまで上昇したドル高傾向の他に、低金利、物価の安定が株価を押し上げることになった。⁽¹¹⁾また、フランクフルト国際自動車ショーの開催、ダイムラーのAEGへの資本参加といった好材料に支えられ、⁽¹²⁾自動車株が活況を呈したことは、〔第13表〕から明らかである。更に、低金利を背景と

1980年代におけるドイツの株式市場

[第13表] 株式相場業種別指数 (各年度末) 1980年12月30日を100とする

	[典拠] Wirtschaft und Statistik, Januar, 1983 - 1995												
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
エネルギー供給, 水道, 鉱山	110.4	117.9	111.3	134.1	147.3	144.2	157.9	236.2	231.9	225.0	220.2	303.1	295.4
エネルギー供給, 水道	114.1	121.0	113.5	136.0	151.5	150.6	163.9	246.6	243.5	236.5	232.1	320.1	310.6
鉱山	68.3	82.0	87.6	112.6	98.3	66.6	84.9	107.6	83.2	76.1	64.4	79.8	98.7
加工工業	110.4	157.4	165.3	269.2	285.0	190.3	246.9	321.4	253.9	268.4	241.8	334.4	323.6
化学	106.8	150.9	164.9	244.2	255.5	216.2	251.3	290.2	219.7	249.1	251.1	339.7	347.0
石油製品, ゴム製品	123.4	187.7	173.5	216.8	418.9	267.1	325.0	419.5	304.6	309.1	290.7	389.3	322.6
セメント	103.3	152.5	142.3	144.5	242.2	167.9	263.0	579.4	442.8	419.0	372.1	519.1	568.5
窯業	96.3	105.4	87.8	110.9	138.7	111.8	159.4	214.1	215.6	214.5	173.6	214.2	202.9
鉄鋼	107.9	119.7	122.8	230.7	156.1	112.4	210.9	333.2	234.4	237.0	203.4	356.2	383.3
非鉄金属	101.1	122.6	120.0	149.5	124.8	85.1	136.8	270.5	210.8	220.9	230.9	244.5	215.6
機械	94.8	109.9	111.3	162.5	146.7	95.5	142.1	202.5	175.9	145.3	124.2	173.0	162.0
自動車	140.6	248.2	227.5	471.3	542.6	282.0	361.9	437.1	296.4	365.9	288.3	451.7	436.2
造船	71.2	64.7	73.7	130.4	105.0	44.7	61.7	115.5	89.2	75.3	68.3	100.1	95.0
電気機器	100.6	147.7	184.2	300.7	324.1	173.4	242.0	332.0	294.8	299.9	265.3	350.8	295.4
精密	100.6	119.9	123.5	173.3	191.4	128.3	141.6	206.2	236.4	209.4	191.5	211.9	246.1
パルプ・紙・印刷	99.2	113.2	153.4	174.8	268.9	197.6	265.8	386.2	315.9	312.5	259.4	310.7	300.7
皮革・繊維	94.7	116.9	107.6	142.6	165.2	132.4	163.7	260.2	229.5	190.8	141.8	191.9	177.2
醸造	137.3	165.5	168.5	191.7	205.3	207.7	262.7	348.7	338.1	333.8	303.7	337.5	330.6
食品	114.1	137.8	139.0	149.0	159.9	144.1	185.2	317.4	385.1	343.0	302.7	367.9	363.1
建設	165.3	159.4	165.0	237.6	288.7	134.5	230.0	498.9	537.1	529.2	480.9	333.9	557.2

(第13表続き)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
鉱工業全体	111.6	151.3	156.9	247.9	264.0	181.9	232.9	311.4	255.1	266.2	242.4	333.9	322.5
原料	106.1	143.4	154.3	232.0	230.76	189.6	236.9	302.2	226.9	248.4	242.9	333.0	341.4
投資財	113.0	172.7	180.0	323.0	352.0	190.5	257.6	337.3	268.9	281.5	235.9	336.4	307.4
消費財	105.3	131.7	118.5	148.1	209.0	153.3	197.5	279.8	247.4	231.6	190.3	250.2	222.8
食料, 飲料	131.2	158.2	160.8	180.5	193.4	190.5	241.8	342.8	357.0	340.1	306.1	351.0	344.7
その他	114.4	155.8	182.7	366.7	376.3	218.5	282.9	372.7	316.8	328.4	313.6	448.9	388.4
デパート	102.2	145.9	124.2	174.2	245.3	204.5	192.8	333.1	256.1	263.0	222.8	284.6	261.8
小売り	113.2	153.4	212.2	283.0	383.9	215.5	300.7	279.6	313.2	307.7	257.3	384.9	298.0
交通	114.5	183.9	224.6	281.3	225.4	195.3	231.9	319.8	208.2	278.5	195.4	279.6	393.7
信用銀行	102.4	123.6	136.6	287.0	271.8	156.7	199.8	267.0	208.3	229.8	235.1	324.1	268.5
不動産抵当銀行	117.7	129.9	121.9	157.5	210.8	159.3	174.8	235.5	241.7	225.7	229.9	304.1	274.7
保険	137.3	131.1	289.2	629.0	655.1	350.0	484.6	632.4	562.9	556.4	519.8	781.7	662.2

1980年代におけるドイツの株式市場

する金融株の物色も同表に示めされている。鉱工業の中では、投資財部門が高い伸びを示し、業績相場の色彩が濃厚になってきた。

〔第14表〕 1986年の天井形成 各業種とも
1980年12月30日を100とする

日付	業種（当該業種の株価指標）
月 日	
1 15	機械（180.0）
1 16	鉄鋼（254.3）
1 20	非鉄金属（181.9）
4 14	保険（804.3）
4 17	自動車（582.4），造船（155.0），信用銀行（312.6），抵当銀行（249.2）
4 18	化学（287.2），皮革・衣料（181.3）
4 22	エネルギー（168.4）
8 29	パルプ（284.4）
9 2	建設（361.9）
10 31	食品（173.8）
11 28	石油製品（439.4）
12 1	窯業（253.6）
12 4	セメント（140.4）
12 11	電気機器（328.6）
4 17	全体の指標（333.8）

〔典拠〕 Wirtschaft und Statistik, Januar, 1987, S. 70

1986年においても外国人投資家の買いが続き、1-11月期に142億マルクに達したが、マルク高によってドイツの輸出産業の競争力にかけりがみられるようになり、株式市場の上値を押さえることになった。¹³〔第3図〕は86年が高値圏のもみ合い状態であることを示している。

〔第14表〕は、天井形成を業種別にみたものである。全体の指数では4月17日が高値となっているが、これとほぼ同時に天井をつけたのは金融、自動車などのグループである。機械、鉄鋼などはこれに3ヶ月先行して高値をつけた。〔第3図〕では9-11月に2つ目の山がみられるが、この時期には建設、食品、石油製品などが次々と天井を打ち、最後に電気機器が天井をつけることになった。業種別指数をみると、低金利による金融株の物色、景気動向を反映する自動車株、建設株の買いが入っていることがわかり、金融相場に業績相場の色あいが強く混ざった状態で高値が形成されたと考えられる。

87年は年初から弱含みの展開が続いている中、10月19日にニューヨーク市場でいわゆるブラックマンデー（Schwarzer Montag）がおり、ドイツの株式市場を揺さぶった。指標でみると10月19日に6%、翌20日に4.9%と値下がりし、11月10日にとりあえずの底値（183.5）を打つ。

この間ドイツ連邦銀行は、11月6日にロンバート金利を0.5%下げ(4.5%)、12月4日には公定歩合を0.5%下げて2.5%とし、ドイツ連銀として史上最低の金利を実現して対応に勤めた。¹⁴⁾

しかしながら株価が大底を打ったのは翌年1月29日(181.0)のことであった。この時点ではほとんど全ての業種が底を打つが、全体の相場に先行して底を打った数少ない業種をあげると

1月4日 鉄鋼, パルプ・紙, 醸造

1月15日 食品, エネルギー, 保険

1月21日 セメント

などとなる。¹⁵⁾以上の業種を〔第13表〕で確認すると、88年2月から90年初めにかけての次の上昇相場において、すべて高い伸び率を示していることは興味深い。

〔おわりに〕

82年以降の株価上昇、ボックス圏の離脱は金利の低下を追い風に政策変更を期待することからスタートしたが、景気回復が現実化するにつれ「理想買い」が「現実買い」に転化することによって実現した。とりわけ相場の後半において外国人投資家が果たした役割が大きい。現在、東京市場がボックス圏で推移する中(日経平均株価はボックスを抜けた印象を与えるが、TOPIX、単純平均は以前としてボックス圏である)、80年代のドイツ市場は我が国の市場にひとつの展望を示すものであろう。

注

- (1) 山本征二『ドイツの金融・証券市場』(東洋経済新報社)1991年、59-60ページ。例えばブラック・マンデーに伴うドイツ市場の影響についてはWirtschaft und Statistik, Januar, 1988, S40f.
- (2) Ebenda, Januar, 1995, S. 58
- (3) 山本征二, 前掲書, 69-70, 72, 79ページ。一説によると、ドイツの株式取引の40~50%は統計に現われない銀行間取引である。(同書, 72ページ)
- (4) この違いについては、山本征二, 前掲書72ページ以降を参照のこと。
- (5) Wirtschaft und Statistik, Januar, 1995, S. 58などを参照。
- (6) Wirtschaft und Statistik, Januar, 1973, S. 45
- (7) Wirtschaft und Statistik, Januar, 1986, S. 53-54
- (8) Wirtschaft und Statistik, Januar, 1984, S. 57-58
- (9) Ebenda, S. 57-8
- (10) Wirtschaft und Statistik, Januar, 1986, S. 50
- (11) Ebenda
- (12) Ebenda, S. 51
- (13) Wirtschaft und Statistik, Januar, 1987, S. 68
- (14) Wirtschaft und Statistik, Januar, 1988, S. 43-44
- (15) Wirtschaft und Statistik, Januar, 1989, S. 39

1980年代におけるドイツの株式市場

〔付記〕 この研究にあたって、跡見学園特別研究助成をうけたことを記して謝意を表したい。また、株式実践評論家久世雄三先生には久道会の研究会を通じてご教示いただいたことに感謝したい。